

Bentley Systems(BSY.US)

메타버스 & 디지털 트윈 수혜주

RA 이지후_02)368-6151_mmm4100@eugenefn.com
Analyst 이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

2021.10.19

Global Research

투자의견: **NA**

현재주가: 56.52 USD(10/18)

시가총액: 15.9(십억달러)
19.0(조원)

- ✓ 글로벌 인프라 엔지니어링 소프트웨어 업체. 설계 및 BIM(Building Information Modeling) 시장 점유율 2 위
- ✓ 디지털 트윈 플랫폼 iTwin 생태계 확장. 엔비디아 옴니버스와 파트너십
- ✓ 디지털 트윈 시장은 연평균 40% 이상 성장할 전망
- ✓ 21 년 예상 매출 9.5 억달러(+19%yoy), 영업이익 2.8 억달러(+39%yoy), PER 75 배

Bentley Systems 개요

글로벌 인프라 엔지니어링 소프트웨어 기업으로 설계, 건설 및 운영을 위한 컴퓨터 소프트웨어 및 서비스를 구독 형태로 판매. 건축, 엔지니어링, 건설, 플랜트, 토목 시장에 서비스를 제공. 250 대 엔지니어링 기업 중 90%가 벤틀리의 소프트웨어를 사용하고 있으며, 엔지니어링 설계 및 BIM 시장 점유율에서 Autodesk 에 이은 글로벌 2 위.

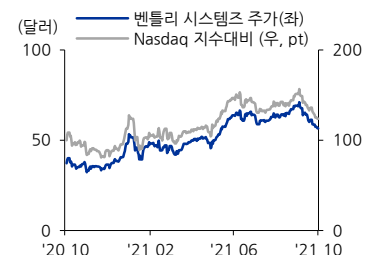
엔지니어링 소프트웨어 기업을 넘어 디지털 트윈 플랫폼 회사를 목표로 iTwin 플랫폼 생태계를 확대하는 중. 인수 합병을 통해 소프트웨어를 향상시키는 전략과 함께 회사 매출의 20% 를 연구개발에 투자하고 있음. 미국을 필두로 확대되는 글로벌 인프라, 친환경 인프라 투자 확대 수혜와 동시에 디지털 트윈 시장 성장에 따른 수혜 기대. '21 년 연간 매출액과 영업이익 컨센서스는 각각 9.5 억달러(+19%yoy), 2.8 억달러(+39%yoy) 로, 현재 PER 75 배에 거래 중

Pros and Cons

- (1) 성장하는 디지털 트윈 시장: 메타버스의 한 축이 될 디지털 트윈 시장은 연평균 40% 이상 빠르게 성장해 2027 년 500 억 달러를 돌파할 것으로 전망. 디지털 트윈은 현실세계의 공간, 환경, 사물 등을 가상세계에 동일하게 구현하는 것을 뜻하는 용어로, 단순 3D 모델링을 넘어 동작이나 상태 등에 대한 실시간 정확한 정보가 반영됨
- (2) 공격적인 소프트웨어 기업 인수합병: 동사는 공격적인 인수합병 전략으로 인프라 엔지니어링 소프트웨어 포트폴리오를 확대하고, 이를 통해 꾸준한 실적 성장을 지속. 특히 디지털 트윈 플랫폼 기업으로 성장하기 위해 디테일한 부분까지 관련 기업들을 인수하며 지상, 지하, 도시를 아우르는 소프트웨어 포트폴리오를 확보
- (3) 디지털 트윈 플랫폼 iTwin: 동사가 2019 년 출시한 이후 생태계를 확장시키고 있는 디지털 트윈 플랫폼. 벤틀리는 올해 4 월 iTwin 플랫폼을 확장해 엔비디아의 옴니버스 플랫폼과 인프라 디지털 트윈용 애플리케이션 개발 파트너십을 발표. 생태계 확장에 가속도가 붙을 것으로 기대
- (4) 높은 부채비율과 밸류에이션은 리스크 : 공격적인 인수합병 전략에 따라 부채비율이 400%로 높다는 점은 부담. 특히 올해 초 10 억달러 규모의 3D 지질 모델링 업체 Seequent 인수로 부채는 증가하고 수익성은 둔화할 가능성이 발생. PEER 그룹 대비 높은 밸류에이션 도 부담 요소

현지명	Bentley Systems Inc
한글명	벤틀리 시스템즈
시가총액(조원)	19.0
설립연도	1984년
설립자	Keith Bentley, Barry Bentley
본사 위치	엑스턴, 펜실베이니아
현 CEO	Greg Bentley
52주 최고/최저(USD)	71.92/30.44
배당수익률(21F, %)	0.21
주요주주 지분율(%)	
SPT investment	9.2
Bentley(Raymond B)	7.0
Bentley(Keith Arthur)	6.0

	1M	3M	6M
주가상승률	-16.6	-4.0	11.6
결산기(12월)	2020A	2021E	2022E
매출액(백만달러)	802	956	1,090
영업이익(백만달러)	198	275	324
당기순이익(백만달러)	167	249	259
EPS(원)	0.6	0.8	0.8
증감률(%)	57.2	34.3	2.2
PER(배)	73.1	74.4	72.7
ROE(%)	48.5	53.9	40.8
PBR(배)	35.9	-	-
EV/EBITDA(배)	49.3	-	-



고지사항

본 자료는 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공만을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료의 내용은 오차가 발생할 수 있으며, 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 따라서, 투자 결정은 전적으로 투자자 본인의 판단과 책임하에 하시기 바랍니다.

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

고성장하는 디지털 트윈 시장

- 디지털트윈은 현실세계의 공간, 환경, 사물 등을 가상세계에 동일하게 구현하는 것을 뜻하는 용어로, 단순 3D 모델링을 넘어 동작이나 상태 등에 대한 실시간 정확한 정보가 반영됨. 다양한 시뮬레이션을 실행하고 분석할 수 있고, 실제 공간에 대한 효율적인 운영 및 최적화가 가능
- 3D 모델링, AI, VR 등의 기술이 결합되면서 디지털트윈은 모든 종류의 인프라 산업과 제조업에서 혁신을 가져올 것으로 기대되고 있으며, 디지털트윈 시장은 향후 연평균 40%씩 빠르게 성장해 2027년 500억 달러를 돌파할 것으로 전망
- 우리나라 정부 또한 작년 7월 발표한 한국판 뉴딜 10대 과제 디지털 트윈을 선정. 올해 8월 디지털 트윈 국토 시범사업으로 10개 대상지 발표
- GE가 산업 분야에서 디지털 트윈을 가장 앞서 적용한 기업으로 평가 받고 있으며, 글로벌 디지털 컨소시엄이 존재. Bentley는 Autodesk, MS, Ansys 등과 함께 설립 기업에 포함

도표 1. 디지털 트윈 시장 전망

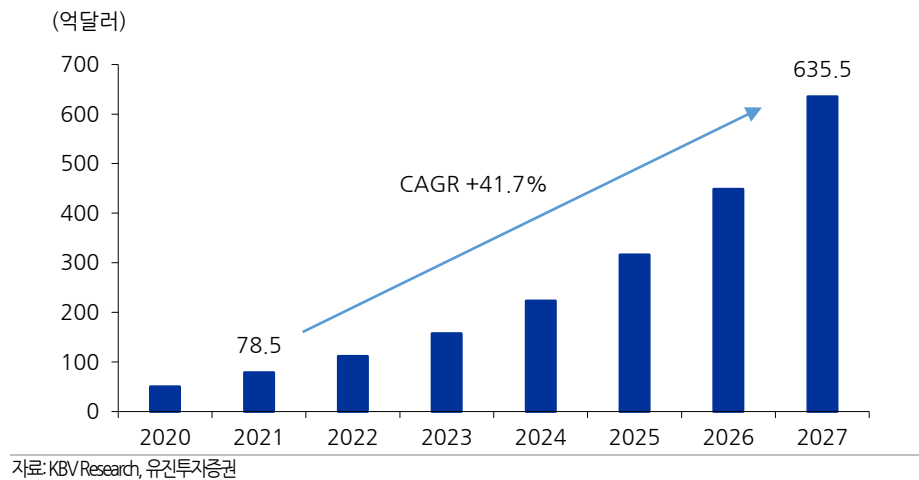
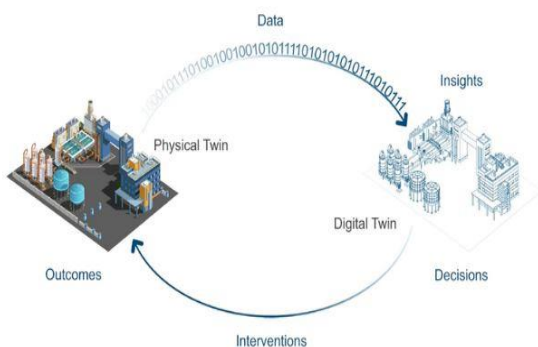


도표 2. 디지털 트윈 개념



자료: BSY, 유진투자증권

도표 3. 디지털 트윈 적용 산업

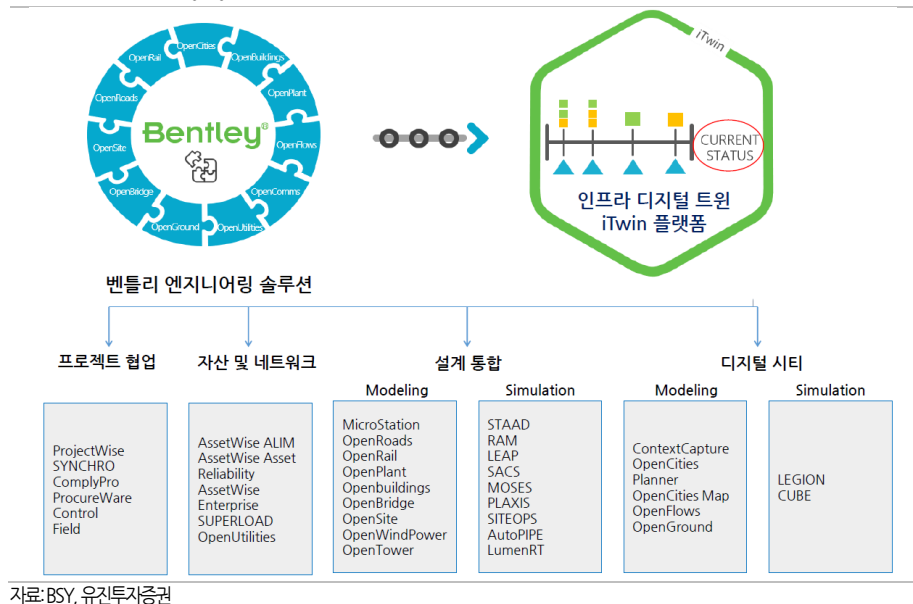


자료: KBVResearch, 유진투자증권

인프라 엔지니어링 소프트웨어 및 디지털 트윈 플랫폼 기업

- 글로벌 인프라 엔지니어링 소프트웨어 기업으로 모델링, 시뮬레이션, 협업 솔루션을 모두 갖추고 있어 최대 규모의 인프라 프로젝트에 활용 됨. 250 대 엔지니어링 기업 중 90%가 벤틀리의 소프트웨어를 사용하고, 엔지니어링 설계 및 BIM(건축정보모델) 시장 점유율에서 Autodesk 에 이은 2 위.
- 엔지니어링 소프트웨어 기업에서, 인프라 디지털 트윈 플랫폼 기업을 목표로 2019 년 마이크로 소프트 애저 클라우드 기반의 개방형 디지털 트윈 플랫폼 iTwin 출시. iTwin 서비스는 다양한 소프트웨어들의 엔지니어링 콘텐츠와 데이터들을 통합하고, 현재 인프라 상태와 실시간 IoT 센서 데이터들의 분석 및 시각화를 지원. 이를 통해 인프라의 수명 전반에 걸쳐 성능을 모니터링 하고, 최적화 가능
- 3D/4D 시각화, 모델링 및 시뮬레이션, 지반 엔지니어링, 혼합현실까지 디지털 트윈 관련 소프트웨어 기업에 대한 공격적인 인수와 R&D 투자로 지상, 지하, 도시까지 인프라 전 분야로 솔루션을 확장해 나가고 있음. 또한 마이크로소프트와의 협업으로 VR 기반 솔루션도 공개
- 인프라 소프트웨어 기업으로 미국을 필두로 확대되는 글로벌 인프라, 친환경 인프라 투자 확대 수혜를 받게 됨. 여기에 iTwin 플랫폼 생태계를 통해 디지털 트윈 시장 성장 수혜와 함께 VR, 메타버스의와 접목도 확대되면서 꾸준히 성장할 것으로 전망.

도표 4. Bentley Systems 의 사업구조



디지털 트윈에 필요한
디테일한 기업들을 지
속적으로 인수하며 중
합 인프라 소프트웨어
포트폴리오를 구축

도표 5. 벤틀리 시스템의 기업 인수 내역

시기	인수 대상	사업 내용
2018.05	Plaxis	지질 공학 소프트웨어 업체
2018.08	싱크로 소프트웨어	4D 건설 모델링 솔루션 선두업체
2018.12	SoilVision	토양 엔지니어링 소프트웨어
2018.12	리전	보행자 시뮬레이션 소프트웨어 리더
2019.02	SignCAD	도로설계 3D 모델링 업체
2019.05	Keynetix	클라우드 기반 지반 공학 데이터 캡처, 시각화, 모델링 소프트웨어 업체
2019.10	시티랩스	이동성 시뮬레이션 분석 소프트웨어 업체
2019.10	오르빗 GT	모바일 매핑 소프트웨어 업체
2021.03	Sequent	3D 지질 모델링 및 시각 데이터 소프트웨어 업체(인수 비용 10.5억달러)
2021.04	INRO	모빌리티 시뮬레이션 업체
2021.06	센스메트릭스 비스타 데이터 비전	IoT 소프트웨어 업체 - 다양한 센서 장치와 관련 데이터 인터페이스 제공
2021.07	Aarhus Geo	지구 물리학, 지하 조사 소프트웨어 업체
2021.07	SPIDA	전신주 구조 관리 업계 선두 업체
2021.08	Imago	클라우드 기반 지질과학 이미지 캡처 및 관리 소프트웨어 업체

자료: BSY, 유진투자증권

도표 6. 엔지니어링 소프트웨어 - 모델링



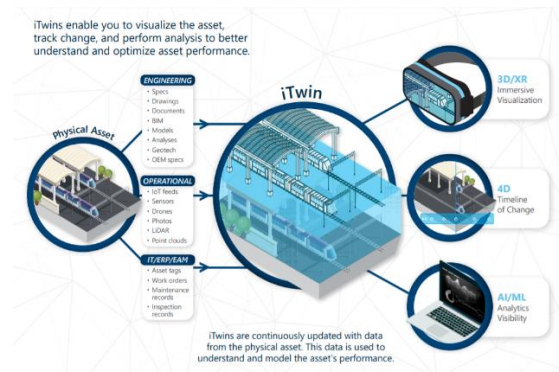
자료: BSY, 유진투자증권

도표 7. 엔지니어링 소프트웨어 - 시뮬레이션



자료: BSY, 유진투자증권

도표 8. 엔지니어링과 실시간 데이터의 결합, iTwin 플랫폼



자료: BSY, 유진투자증권

도표 9. MS의 홀로렌즈 2 기반의 VR 솔루션



자료: Bloomberg, 유진투자증권

ITwin 과 NVIDIA 옴니버스 플랫폼 파트너십

- 옴니버스는 엔비디아가 작년 12 월에 오픈베타를 출시한 3D 시각화 실시간 협업 플랫폼. 디자인 협업과 디지털 트윈 두가지 어플리케이션 포인트를 가짐. 디지털트윈, 산업 메타버스를 이끌 플랫폼으로 기대받고 있음. 출시 이후 엔비디아의 가상사업부 매출 증가폭 확대.
- 옴니버스의 첫번째 특징은 3D 작업을 여러 디자이너가 동시에 작업하고 공유하는 디자인 협업 개념. 서로 다른 장소에서 각각의 톨을 활용해 2D 및 3D 프로젝트를 연결. 이를 통해 동일한 데이터를 디자인, 모델링, 렌더링 및 시뮬레이션 할 수 있음.
- 옴니버스의 두번째 특징은 디지털 트윈. 옴니버스는 물리 법칙을 따르도록 구현된 3D 가상 세계를 모델링한 후 입자, 유체, 케이블 등을 시뮬레이션 할 수 있고 VR, AR 을 통해 활용할 수 있음. 이를 통해 현실과 동일한 환경에서 AI, 소프트웨어를 훈련하고, 관리할 수 있어 로봇, 스마트 공장, 물류, 통신, 전력관리, 자율주행 등 수많은 산업의 디지털 전환으로 확장 가능.
- 벤틀리는 엔비디아와의 파트너십을 통해 옴니버스에서 인프라 디지털 트윈용 어플리케이션을 만들 계획. 외부 업체 중 최초로 옴니버스 플랫폼의 어플리케이션을 개발하게 됨. 인프라 자산들에 대한 실제 물리 기반 실시간 시뮬레이션과 시각화, AI 분석이 가능할 것. 이를 통해 사용자들은 도로, 공장, 산업 플랜트, 해양, 그리고 도시까지 모든 곳을 가상으로 탐색하고, 설계부터 운영 전반에 걸쳐 모니터링, 최적화가 가능해질 것

도표 10. 글로벌 기업들의 NVIDIA 옴니버스 플랫폼 활용 내용

기업	내용
Foster + Partners	세계 17 개 지역 디자이너들이 옴니버스로 공유한 가상공간에서 건축 프로젝트를 진행
ILM	세계 최고의 VFX 스튜디오로, 여러 스튜디오의 내,외부 톨 파이프라인 통합 테스트 진행 옴니버스를 통해 협업, 실시간으로 최종 이미지 렌더링, 대규모 가상 세트 생성 가능
ERICSSON	다중경로 간섭 환경에서 실시간 5G 파동 전파 시뮬레이션 실행
Bentley systems	엔비디아와의 파트너십을 통해 옴니버스에서 인프라 디지털 트윈을 만들 계획
Activision	옴니버스를 통해 10 만개 이상의 3D 자산을 모아 한 공간에서 검색, 활용할 수 있도록 개발 중
WPP	세계 최대 광고 에이전시, 제작사로 옴니버스를 활용해 가상으로 로케이션을 촬영하고 실제처럼 현실감 넘치게 만드는 작업이 가능해짐. 실시간 CGI 가능. 영화의 새로운 미래
BMW	실제 공장과 완전히 동일하고, 옴니버스에서 시뮬레이션 되는 디지털 트윈 공장을 통해 자동차 생산의 디지털화 진행 중.

자료: NVIDIA, 유진투자증권

렌더링에 이어 시뮬레이션, 실시간 상태 데이터 동기화, AI 분석까지 가능하게 될 것

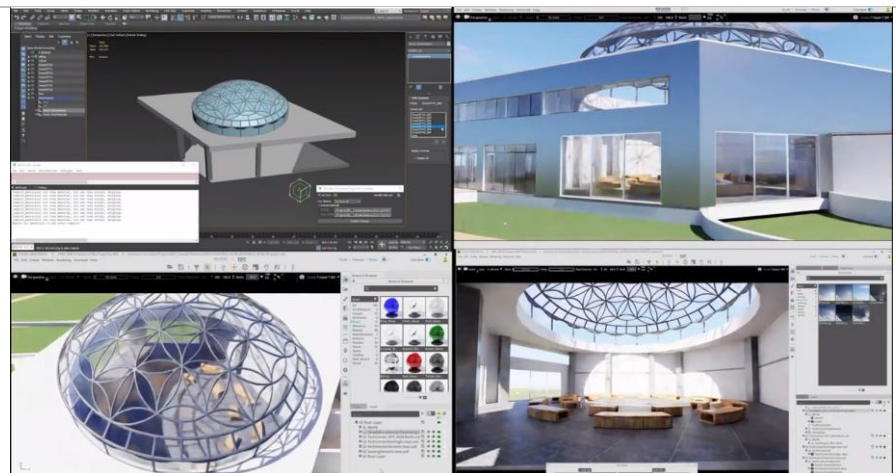
도표 11. 옴니버스에서 렌더링 된 Bentley의 인프라 디지털 트윈



자료: BSY, 유진투자증권

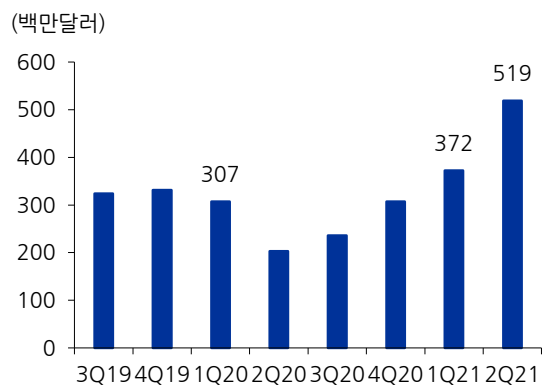
네 개의 다른 소프트웨어를 옴니버스 한 화면에서 실시간으로 서로 다른 지역의 여러 명이 공유 및 작업 가능

도표 12. 옴니버스 인프라 모델링 실시간 협업 예시



자료: NVIDIA, 유진투자증권

도표 13. 옴니버스 출시 후 전문시각화 사업부 매출 증가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 14. NVIDIA + Bentley 파트너십

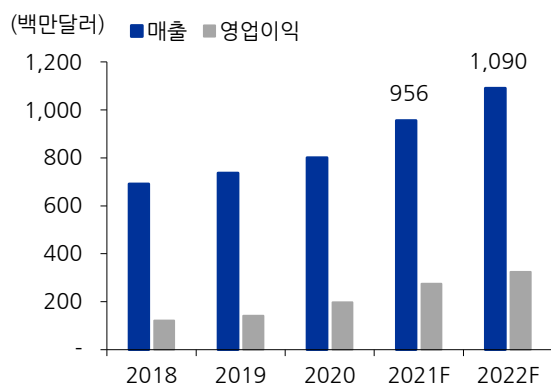


자료: BSY, 유진투자증권

Bentley Systems 실적 추이

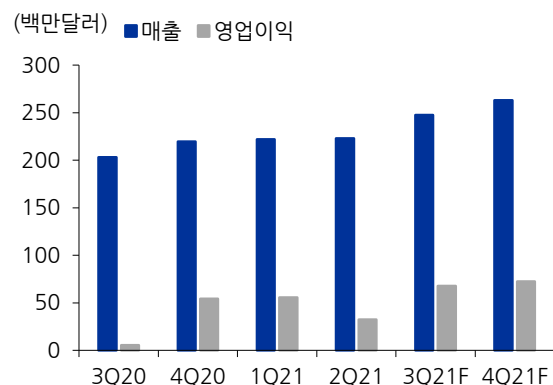
- 2021년 연간 매출액과 영업이익 컨센서스는 각각 9.5억달러(+19%yoy), 2.8억달러(+39%yoy)로, 매출액과 영업이익이 꾸준히 성장하고 있으며 영업이익률도 20%를 상회
- R&D에 매년 1,500억 원 가까이 투자하고 있으며, 매출 대비 비중이 상당히 높고 시너지가 나는 기업들을 공격적으로 인수. 이를 통해 높은 소프트웨어 기술력을 보유하고 있음
- 높은 R&D 비중과, 공격적인 인수 전략으로 높은 부채비율은 부담스러운 요소. 10억 달러 규모의 Sequent 인수를 위해 올해 초 6.9억 달러 규모의 전환사채 발행. 다만 EBITDA 대비 부채 비율을 향후 2년 동안 2.5배(최근 분기 4배)로 낮출 계획을 발표. 2021년 실적 기준 PER도 75배 수준으로 PEER 그룹(약 50배 수준) 대비 높은 편

도표 15. 연간 실적 추이 및 전망



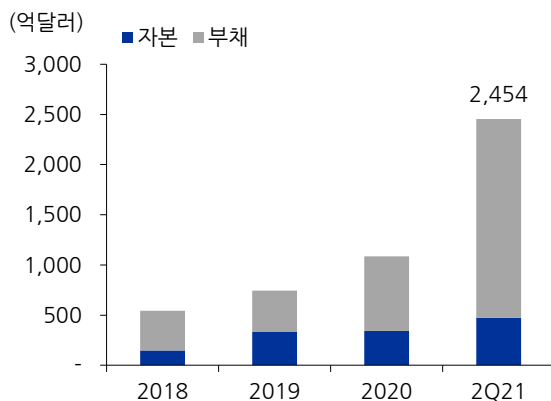
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 16. 분기별 실적 추이 및 전망



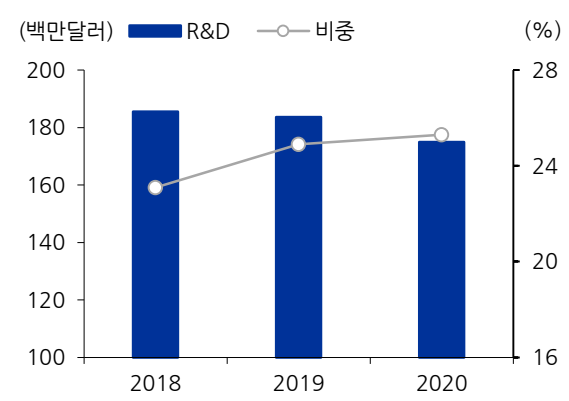
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 17. 자산 현황



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 18. 높은 R&D 투자 금액과 매출 대비 비중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 19. Peer 기업 Valuation 비교

		벤들리 시스템즈	어도비	오토데스크	앤시스	트림블
통화		USD	USD	USD	USD	USD
현재주가		56.5	622.8	292.7	361.0	85.2
시가총액(USD M)		17,620	296,343	64,344	31,495	21,438
매출액 (USD M)	20A	801.5	12,868.0	3,790.4	1,681.3	3,147.7
	21F	956.4	15,764.8	4,370.6	1,874.9	3,608.4
	22F	1,090.3	18,223.0	5,182.4	2,070.1	3,914.7
영업이익 (USD M)	20A	150.2	4,237.0	629.1	496.4	419.8
	21F	275.4	7,254.4	1,360.3	766.2	831.6
	22F	324.4	8,307.4	1,918.9	866.2	934.9
순이익 (USD M)	20A	126.3	5,260.0	1,208.2	433.9	389.9
	21F	248.9	6,004.2	1,106.0	624.3	662.1
	22F	258.6	6,863.1	1,551.3	697.2	752.9
EPS (USD)	20A	0.4	10.9	1.0	5.1	1.6
	21F	0.8	12.5	5.0	7.1	2.6
	22F	0.8	14.2	7.0	7.9	3.0
PER (배)	20A	73.1	44.0	217.5	71.1	39.2
	21F	74.4	49.9	58.8	51.1	32.9
	22F	72.7	43.7	41.7	45.9	28.9
PSR (배)	20A	14.6	17.8	13.2	18.6	5.3
	21F	18.4	18.8	14.7	16.8	5.9
	22F	16.2	16.3	12.4	15.2	5.5
PBR (배)	20A	35.9	17.2	63.1	7.7	4.6
	21F	-	19.6	46.9	7.1	5.3
	22F	-	16.0	26.0	6.4	4.7
ROE (%)	20A	36.6	44.2	-	11.5	11.6
	21F	53.9	42.6	78.4	14.4	14.9
	22F	40.8	41.5	70.2	14.0	14.2
주가수익률 (%)	1M	-16.6	-4.8	1.6	-1.0	-5.9
	3M	-4.0	2.8	-0.2	3.2	7.5
	6M	11.6	18.6	-2.5	-3.5	3.9
	12M	41.3	23.9	12.6	3.2	62.8
	YTD	39.5	24.5	-4.1	-0.8	27.6

자료: Bloomberg GAAP 기준

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.09.30 기준)